

关于美国的 taper: 2022 年很可能是 risk-off 之年

报告要点:

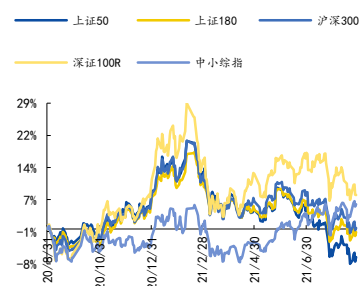
- 走向 taper 乃至加息是美国政策的必然趋势，当前来看，美国经济在疫情后的恢复状态非常理想。
- 当前美联储资产负债表的扩张斜率已经变缓，美国的政策已经走过了一个 taper 的铺垫阶段。
- 趋势不是问题，有歧义的是美联储启动 taper 的时点，毕竟我们经常遇见美国经济已经出现了数年探底回升后，政策才开始 taper 的先例。
- 但这次 taper 的战线可能不会拉那么长：
 - 1) 这次的美国经济在恢复上似乎要更加容易，在美国此次放水后的短之时内，政府、居民、企业的杠杆率出现了全面升高；
 - 2) 反而当前美国更为严峻的危机隐患是货币刺激过猛带来的债务危机隐患，美国政府及企业的杠杆率不但已经处于历史最高点，而且二者共同上升的状态已经保持了近十年。
- taper 的执行时点可能就在年内，美国的经济可能已经过热，货币的边际效果已得不偿失。
- 2022 年很可能是 risk-off 之年：
 - 1) 经验上，在美国货币政策随着经济中周期的恢复而收紧之后，风险资产或多或少会存在一些更大的压力；
 - 2) 美国货币政策退出的初期，美债则多为上涨，这一现象即之前广泛探讨的格林斯潘难题；
 - 3) 这次一旦美国执行 taper，预计大类资产的风格走势不能免俗，整个 risk-off 的基调可能会贯穿 2022 年全年。
- 但短时来说，资产表现往往是事后的，即使我们现在存在着偏强的 taper 预期，在真正靴子落地前，风险偏好还不会明显扭转。
- 对于国内市场来说，利率债、权益市场及商品市场的转势时点可能都在 2022 年的年初。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据:

上证综指:	3522.16
深圳成指:	14436.90
沪深 300:	4827.04
中小盘指:	4895.42
创业板指:	3257.07

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《金价的下跌可能刚刚开始》2021.08.27
- 《是否像极了 2013 年: 当理财再无摊余成本和体外资金池》2021.08.26

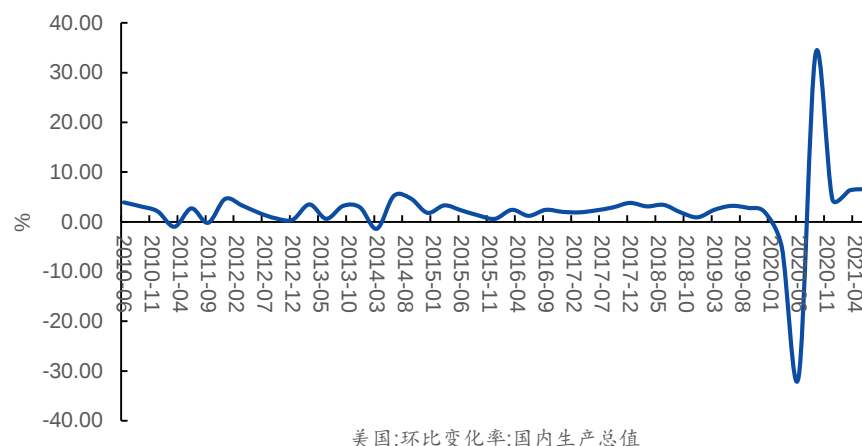
报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

其实走向 taper 乃至加息都是美国政策的必然趋势。

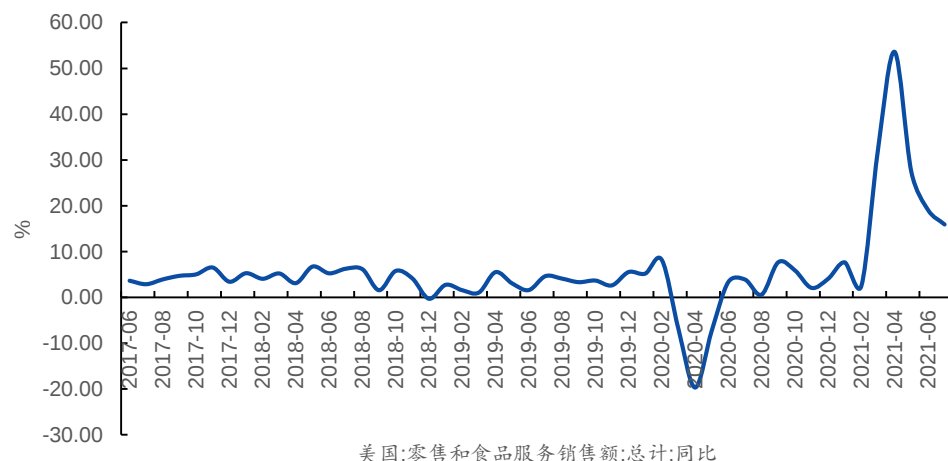
1) 美国经济在疫后的恢复状态是非常理想的。就目前来看，难能可贵的是：美国经济的环比增长水平还保持着比 2020 年之前潜在环比增长水平更高的增长速度，这意味着，美国经济的同比增长稳定之后，会收敛到比 2019 年更高的位置上，这在诸多发达经济体中非常少见。美国经济的状态理想源于消费的强劲，应该是美国之前超发的货币起到了关键的效果。

图 1：美国经济在疫后的恢复状态是非常理想的（1）



资料来源：Wind，国元证券研究所

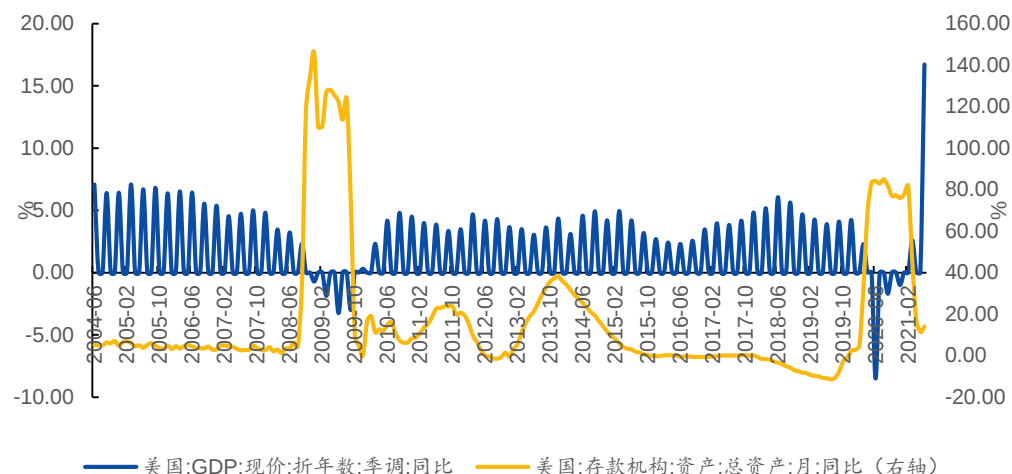
图 2：美国经济在疫后的恢复状态是非常理想的（2）



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 美国的政策退出都会分为两步，当前第一步已经完成。美联储资产负债表的扩张节奏会随美国经济的见底而走出一个二阶拐点，这往往是政策退出的第一步，实际上，美国经济在过去两次中周期探底后（2008 年与 2020 年），美联储投放货币的速度会几乎同时开始变慢，美联储资产负债表的扩张斜率变缓。当前这个拐点已经出现，也即美国的政策已经走过了一个 taper 的铺垫阶段。

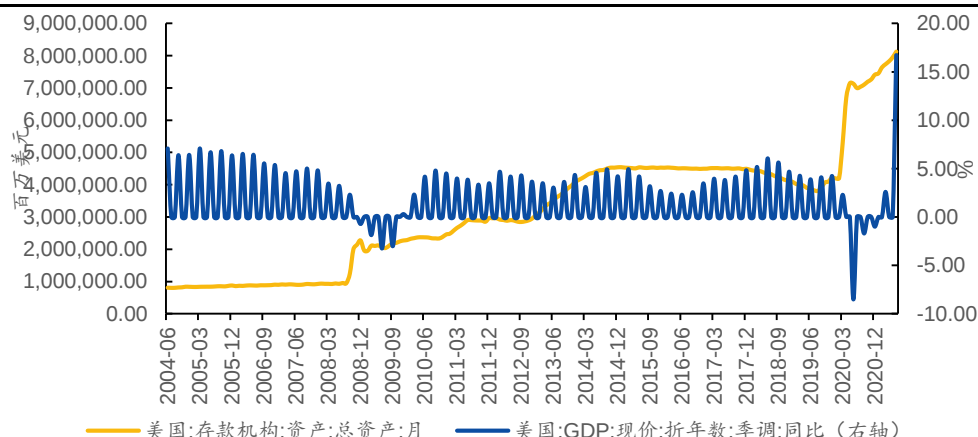
图 3：美国的政策退出都会分为两步，当前第一步已经完成



资料来源：Wind，国元证券研究所

我们经常遇见美国经济已经出现了数年探底回升后，政策才开始 taper 的先例。taper 并不是减少购债，并使美联储资产负债表的扩张速度变平那么简单，真正的 taper 是在一连串的设计下，使得美联储资产负债表规模最终变得充分稳定。譬如：上一轮美国中周期探底的时间是 2009 年，而美国当时真正执行 taper 的时间点是 2014 年，此间的时距长达四年半。

图 4：我们经常遇见美国经济已经出现了数年探底回升后，政策才开始 taper 的先例



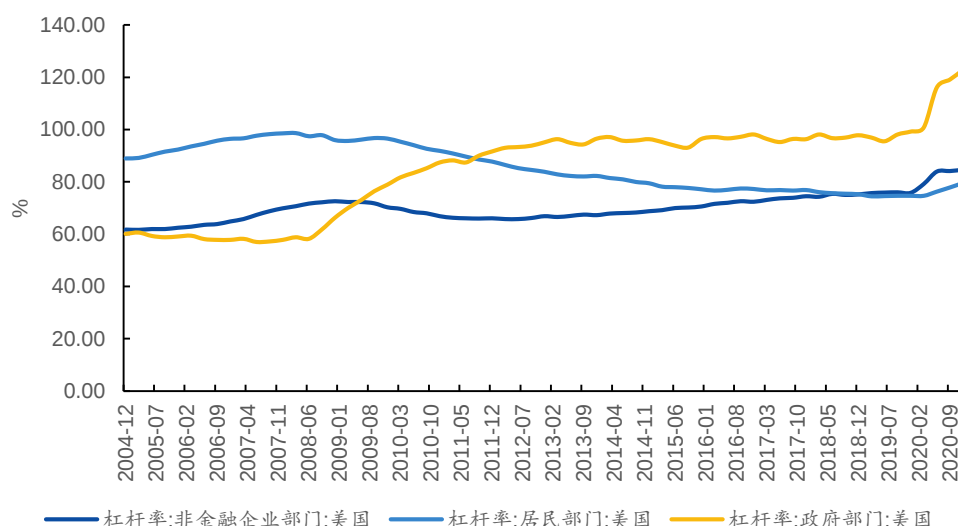
资料来源：Wind，国元证券研究所

这次 taper 的战线可能不会拉那么长。

1) 一般来说,美国时隔很长时间再启动 taper 的原因是:美国经济往往会在中周期探底后的数年内,表现出相当明显的脆弱性。就 2008 年的案例来说,当时虽然美国的经济基本面在危机后的短时期内已经表现得相当稳定,但若细窥结构的话,会发现美国在当时只有政府这一个部门在加杠杆,而企业和居民都是在去杠杆的,这说明,至少针对市场来说,当时的 QE1 及 QE2 的作用都是收益不大的。

2) 而这次的美国经济在恢复上似乎要比前几次容易得多。与以往不同的是:在美国此次放水后的短时期之内,政府、居民、企业的杠杆率出现了全面升高,其中,政府及企业的杠杆率在本不低的情况下又出现了进一步的向上,而居民杠杆率本已出现了连续 13 年的下降,而后在去年却出现了罕见的连续走高。这说明:这次货币刺激的传导过程是极为顺畅的。

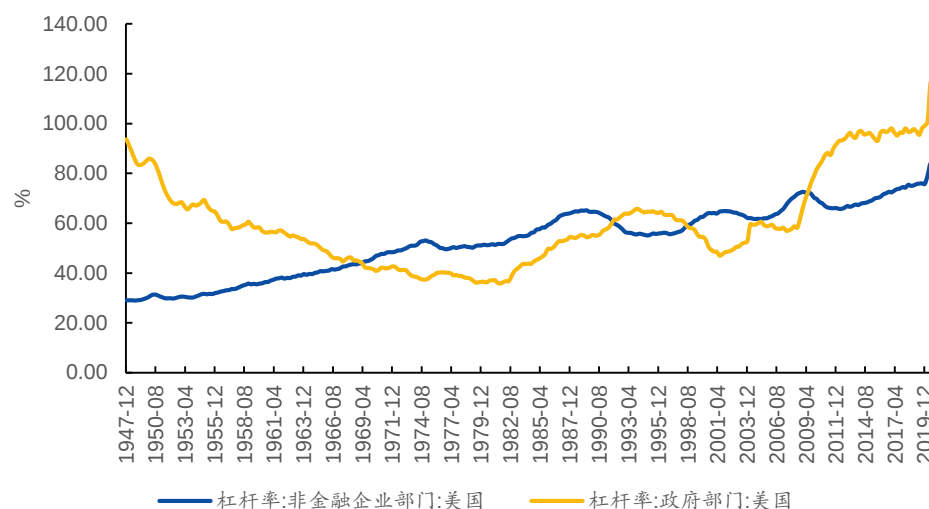
图 5: 而这次的美国经济在恢复上似乎要比前几次容易得多



资料来源: Wind, 国元证券研究所

3) 美国现在面临的更为严峻的危机隐患不是经济萧条,而是货币刺激过猛带来的债务危机隐患。历史上,政府及企业的杠杆率大多呈反向关系,当企业杠杆率太高时,政府在扩张上会相应收缩,反之亦然。一旦当政府和企业的杠杆率出现连续数年的共升时,美国经济往往会出现一次危机式调整,储贷危机、互联网危机、次贷危机都是在此环境下发生的。当前美国政府及企业的杠杆率不但已经处于历史最高点,而且二者共同上升的状态已经保持了近十年,这可能是美国更大的尾部风险。

图 6：美国现在面临货币刺激过猛带来的债务危机隐患



资料来源：Wind，国元证券研究所

其实，美国的经济可能已经过热，货币的边际效果已得不偿失。如果我们承认美国经济已经走出危机地带的话，那政府、企业、居民三个部门共同扩张给未来留下的更多是风险隐患，毕竟美国的通胀已经体现出明显的过热的迹象。此外，从 GDP/CPI 看，美国为了让 GDP 恢复正常，在通胀上已经付出了更高的代价，这意味着货币的边际效应已经为负，taper 的执行时点可能就在年内。

图 7：美国的经济可能已经过热，货币的边际效果已得不偿失

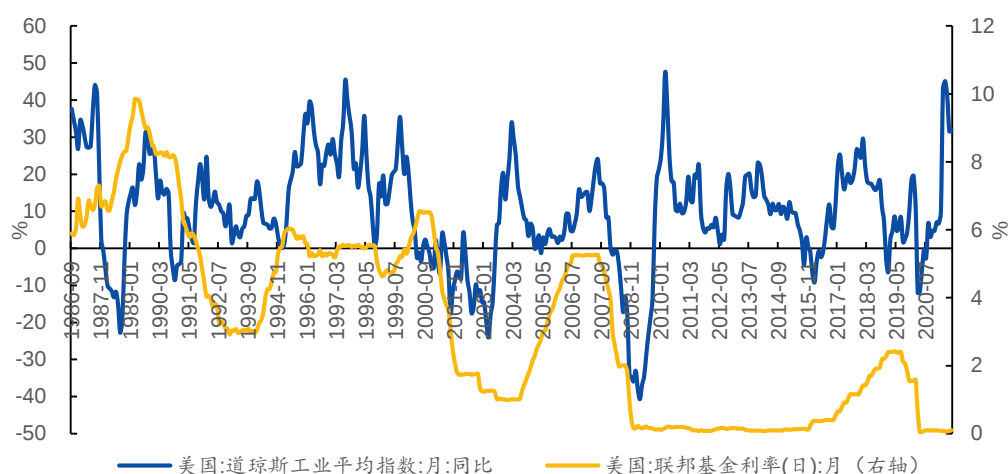


资料来源：Wind，国元证券研究所

2022 年很可能是 risk-off 之年。单纯凭美国货币政策的有序退出不能判断美国资产的运行趋势，毕竟美债、美股及商品并不是美国定价的，而是全球定价的，然而，美国的 taper 会使得全球的资金偏好向 risk-off 又进了一步。

1) 经验上，在美国货币政策随着经济中周期的恢复而收紧之后，风险资产或多或少会存在一些更大的压力。譬如，历史上美国货币政策从三轮极为宽松的货币政策退出之后，美股指数都会出现一些增速的下降，而商品市场则多会出现明显的价格放缓。唯一的例外是：1993 年那一轮美国货币政策退出之后，商品出现了罕见地加速（可能与中国的公司化改制有关）。

图 8：美国货币政策收紧之后，风险资产会存在大的压力（1）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：美国货币政策收紧之后，风险资产会存在大的压力（2）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25889

